



2018/03/12

호텔신라(008770)

롯데면세점 인천공항 T1 철수로 반사수혜 예상

■ 인천공항 면세점 내 M/S 확대 가능할 전망

17년 말 기준 대형 면세점의 시장점유율은 신라면세점 29.5%, 롯데면세점 42.4%, 신세계 12.2%이다. 올해 3월1일 신라의 제주공항 국제선 면세점 오픈, 하반기 신세계의 시내면세점 영업 개시가 예정되어 있어 두 업체의 시장 점유율 증가와 함께 면세점 3강 체제를 예견했다.

그러나 3월 9일 롯데면세점의 인천공항 터미널 1 사업권 계약 해지 확정, 월드타워점의 특허권 반납까지 예상되면서 롯데의 M/S 감소가 불가피하고, 신라와 신세계 면세점의 M/S가 더욱 빠르게 확대될 것으로 예상되며, 다음과 같은 시장 변화가 가능성을 예상해볼 수 있다.

시나리오 1: 신라/신세계 면세점 입찰 → 양사의 M/S ▲

시나리오 2: 임대료 조정 후 롯데면세점의 재입찰 → 3월 중 공고 예정

시나리오 3: 중소중견 면세점의 입찰 → 임대료 부담으로 가능성 ▼

이 중 시나리오1이 가장 유력할 것으로 예상되는데, 그 이유는 16년 기준 공항공사의 전체 수익 중 55.7%(1조 2,177억 원)이 임대료에서 발생하며 대부분이 면세 사업자의 임대료(약 70% 차지)에서 발생해 다른 사업자들의 면세점 철수 여부가 공항공사의 수익과 직결되기 때문이다. 그렇기 때문에 1) 신라 또는 신세계의 임대료 감소 요구가 받아들여질 가능성과 2) 공항 임대료를 감당할 수 있는 대기업 사업자들의 입찰 가능성이 높은 것으로 예상한다. 또한 동사가 향수·화장품 품목에서 구매 경쟁력을 확보하고 있는 점도 롯데의 빙자리를 채울 가능성이 높은 이유 중 하나이다.

롯데면세점 인천공항 터미널 1 철수 내용

- 3월 9일 인천공항공사로부터 인천공항 T1 면세점 사업권 계약 해지 승인 공문을 받음. 2월 28일, 위약금 1870억 원을 전액 납부한 상태
- 롯데면세점은 **DF1**, **(DF3)**, **DF5**, **DF8**에서 향수·화장품, 주류·담배, 패션·잡화 품목을 판매했음. 철수 매장은 주류·담배구역 DF3을 제외한 나머지 3개 구역으로 7월 7일까지 운영 예정
- 호텔신라와 신세계는 2020년 8월까지 제1터미널 면세점 운영 예정

호텔·레저

Analyst 조경진

(2122-9209) kjcho@hi-ib.com

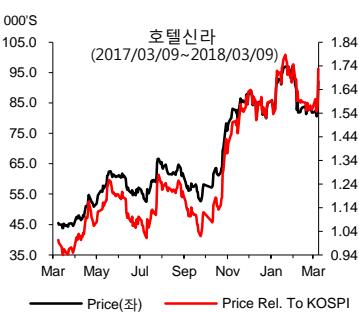
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	100,000원
종가 (2018/03/09)	92,200원

Stock Indicator

자본금	200십억원
발행주식수	4,000만주
시가총액	3,656십억원
외국인지분율	28.9%
배당금(2016)	350원
EPS(2017)	752원
BPS(2017)	17,373원
ROE(2017)	4.4%
52주 주가	43,750~97,100원
60일평균거래량	427,455주
60일평균거래대금	37.5십억원

Price Trend



■ 투자의견 BUY, 목표주가 100,000원 유지

향후 1) M/S 확대로 인한 매출 증가, 2) 임대료 감소에 따른 이익 증가, 3) 중국인 관광객 회복이 가시화될 경우 실적 추정 상향 조정 예정. 단기적으로 임대료 협상 여부와 월별 면세점 매출 증가 추세에 따른 주가 모멘텀, 중장기적으로도 해외면세점과 호텔·레저부분의 실적 성장 가속화로 주가 모멘텀이 유효한 것으로 판단하여 최근 주가 조정이 있었던 호텔신라에 대해 '매수' 의견을 유지한다.

<표 1> 인천국제공항 제3기 면세점 최소보장임차료와 임대료 30% 인하 시 임대료 변화 예상액

구분	1년차	2년차	3년차	4년차	5년차	5년간 임대료 합계액	면적 m ²	2기-->3기 영업면적 변 화
기간	15.09~16.08	16.09~17.08	17.09~18.08	18.09~19.08	19.09~20.08			
롯데	5060억원	5150억원	7740억원	1조 1610억원	1조 1840억원	4조 1400억원	8849	49%
신라	2680억원	2830억원	2980억원	3140억원	3300억원	1조 4930억원	3501	-56%
신세계	800억원	840억원	870억원	900억원	920억원	4330억원	2856	신규
임대료 30% 인하 반영 시 임대료 변화 예상액								
롯데	5060억원	5150억원	5418억원	8127억원	8288억원			
신라	2680억원	2830억원	2086억원	2198억원	2310억원			
신세계	800억원	840억원	609억원	630억원	644억원			

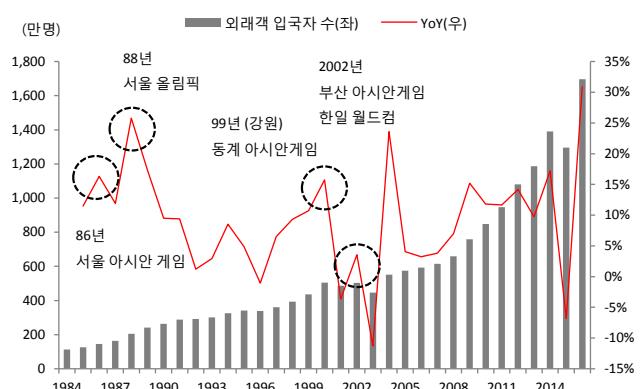
주: 업계자료로 실제 임대료와 비교해 소폭의 오차 존재함

자료: 업계자료, 하이투자증권

<표 2> 주요 면세 사업자의 시장점유율 변화

구분	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년
롯데	52.3%	50.8%	51.5%	48.7%	42.4%
신라	30.6%	30.5%	28.2%	27.7%	29.5%
신세계	2.3%	3.1%	3.8%	7.8%	12.2%
합계	85.2%	84.4%	83.5%	84.2%	84.1%

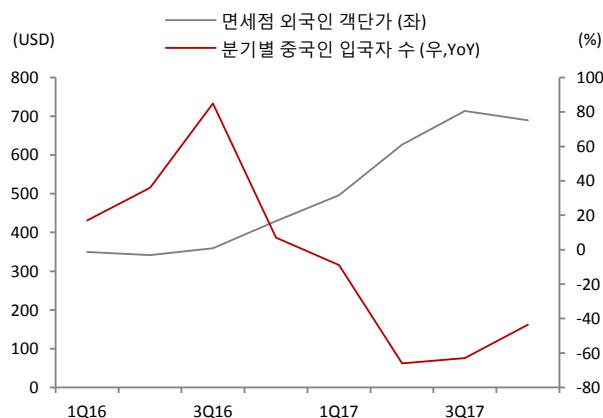
<그림 1> 스포츠 이벤트가 있었던 해에는 입국자 수 증가



자료: 각 사, 하이투자증권

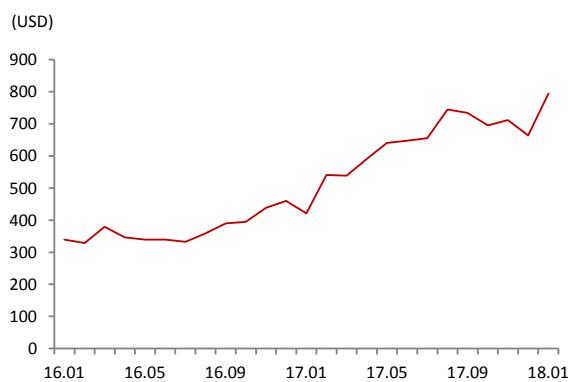
자료: 한국관광공사, 하이투자증권

<그림 2> 분기별 면세점 외국인 객단가 추이와 중국인 입국자 수 추이



자료: 한국면세점협회, 한국관광공사, 하이투자증권

<그림 3> 월별 면세점 외국인 객단가 추이



자료: 한국면세점협회, 하이투자증권

<그림 4> 호텔신라의 인천공항점 T1 영업현황



※매장 오픈 일정에 따라 일부 매장 위치는 변동 될 수 있습니다.

자료: 호텔신라, 하이투자증권

<그림 5> 호텔신라의 인천공항점 T2 영업현황



※매장 오픈 일정에 따라 일부 매장 위치는 변동 될 수 있습니다.

자료: 호텔신라, 하이투자증권

<표 3> 호텔신라의 해외 면세점 영업 현황

구분	지역	오픈 시기	브랜드 수(개)	규모(평)	지분율
국내 면세점	서울	1986년	370	2200	
	제주	1989년	275	2000	
	인천공항	2008년	390	1000	
	신라아이파크(HDC)	2015년 12월	548	3500	50%
해외 면세점	싱가폴 창이공항	2014년 11월	191	1800	100%
	마카오 공항	2016년	87	339	100%
	태국 푸켓 시내	2016년 11월	432	2500	40%
	일본 동경 시내	2017년 4월	184	702	20%
	홍콩	2017년 12월	117	1000	100%
온라인 면세점	3개 (한국1개, 중국2개) 인터넷 면세점 운영중				

주: 2017년 기준

자료: 호텔신라, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표		(단위:십억원)				포괄손익계산서		(단위:십억원%)			
		2016	2017	2018E	2019E			2016	2017	2018E	2019E
유동자산		1,079	1,110	1,346	1,633	매출액		3,715	4,002	5,010	6,147
현금 및 현금성자산		347	341	415	507	증가율(%)		14.3	7.7	25.2	22.7
단기금융자산		1	1	1	1	매출원가		2,040	2,254	2,770	3,368
매출채권		201	217	271	333	매출총이익		1,676	1,748	2,239	2,779
재고자산		471	508	626	768	판매비와관리비		1,597	1,668	2,064	2,515
비유동자산		962	898	851	819	연구개발비		-	-	-	-
유형자산		707	663	627	598	기타영업수익		-	-	-	-
무형자산		48	26	14	7	기타영업비용		-	-	-	-
자산총계		2,041	2,008	2,197	2,452	영업이익		79	79	175	264
유동부채		740	686	776	876	증가율(%)		2.4	0.1	121.7	50.6
매입채무		206	222	277	340	영업이익률(%)		2.1	2.0	3.5	4.3
단기차입금		53	53	53	53	이자수익		15	16	23	23
유동성장기부채		100	-	-	-	이자비용		32	27	29	29
비유동부채		639	639	639	639	지분법이익(손실)		-	-	-	-
사채		599	599	599	599	기타영업외손익		-16	-13	-7	-7
장기차입금		-	-	-	-	세전계속사업이익		52	52	172	267
부채총계		1,379	1,326	1,415	1,515	법인세비용		25	23	62	103
지배주주지분		662	682	782	937	세전계속이익률(%)		1.4	1.3	3.4	4.3
자본금		200	200	200	200	당기순이익		28	30	109	164
자본잉여금		197	197	197	197	순이익률(%)		0.7	0.7	2.2	2.7
이익잉여금		371	388	484	634	지배주주귀속 순이익		28	30	109	164
기타자본항목		-104	-104	-104	-104	기타포괄이익		4	4	4	4
비지배주주지분		-	-	-	-	총포괄이익		32	34	114	168
자본총계		662	682	782	937	지배주주귀속총포괄이익		32	34	114	168

현금흐름표		(단위:십억원)				주요투자지표					
		2016	2017	2018E	2019E			2016	2017	2018E	2019E
영업활동 현금흐름		121	80	20	25	주당지표(원)					
당기순이익		28	30	109	164	EPS		709	752	2,788	4,176
유형자산감가상각비		61	59	54	50	BPS		16,855	17,373	19,928	23,870
무형자산상각비		14	22	12	6	CFPS		2,607	2,833	4,472	5,607
지분법관련손실(이익)		-	-	-	-	DPS		350	350	350	350
투자활동 현금흐름		148	17	15	11	Valuation(배)					
유형자산의 처분(취득)		0	-	-	-	PER		67.9	122.7	33.1	22.1
무형자산의 처분(취득)		1	-	-	-	PBR		2.9	5.3	4.6	3.9
금융상품의 증감		21	-6	74	92	PCR		18.5	32.5	20.6	16.4
재무활동 현금흐름		-245	-137	-37	-37	EV/EBITDA		15.1	24.7	16.1	11.9
단기금융부채의증감		-7	-100	-	-	Key Financial Ratio(%)					
장기금융부채의증감		-	-	-	-	ROE		4.0	4.4	15.0	19.1
자본의증감		-	-	-	-	EBITDA 이익률		4.1	4.0	4.8	5.2
배당금지급		-14	-13	-13	-13	부채비율		208.5	194.4	180.9	161.7
현금및현금성자산의증감		21	-6	74	92	순부채비율		61.1	45.5	30.2	15.4
기초현금및현금성자산		326	347	341	415	매출채권회전율(x)		21.4	19.2	20.5	20.4
기말현금및현금성자산		347	341	415	507	재고자산회전율(x)		7.9	8.2	8.8	8.8

자료 : 호텔신라, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(호텔신라)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-10-31	Hold	65,000	6개월	-23.9%	-15.2%
2017-01-26	Hold	52,000	6개월	-10.8%	0.6%
2017-03-06	Hold	40,000	6개월	26.5%	56.3%
2017-05-29	Hold	60,000	6개월	3.0%	38.5%
2017-11-16(담당자변경)	Buy	100,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 :조경진)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.1%	6.9%	-